

Nghiên cứu ảnh hưởng của quỹ đầu tư nước ngoài tới thị trường chứng khoán Việt Nam thông qua phân tích thực chứng hoạt động rà soát và điều chỉnh danh mục đầu tư của quỹ tới biến động thị giá cổ phiếu trên thị trường chứng khoán. Nghiên cứu sử dụng phương pháp nghiên cứu sự kiện với 5 sự kiện rà soát và điều chỉnh quỹ của Quỹ đầu tư FTSE trong khoảng thời gian từ đầu năm 2015 tới quý 1 của năm 2016. Kết quả nghiên cứu cho thấy thời điểm công bố thông tin rà soát và điều chỉnh, cũng như thời kỳ hiệu lực để thực hiện giao dịch điều chỉnh quỹ có tác động có nghĩa tới sự vận động của thị trường chứng khoán Việt Nam. Đồng thời, nghiên cứu cũng chỉ ra rằng, thị giá của những cổ phiếu thuộc nhóm bổ sung vào danh mục của quỹ đầu tư nước ngoài có xu hướng tăng giá, trong khi các cổ phiếu thuộc nhóm loại khỏi danh mục có xu hướng giảm giá. Kết quả nghiên cứu này nhất quán với các nghiên cứu khác trên thị trường chứng khoán của các nước đang phát triển trên thế giới.

1. Vấn đề nghiên cứu

Quỹ đầu tư nước ngoài là hình thức đầu tư nước ngoài vào thị trường nội địa của một quốc gia. Trên thị trường chứng khoán, quỹ đầu tư nước ngoài là một hình thức đầu tư gián tiếp. Theo đó, quỹ đầu tư nước ngoài được coi là một định chế tài chính phi ngân hàng, là trung gian giữa chủ thể có vốn và chủ thể cần vốn và vận hành trên thị trường

* ĐH Kinh tế Quốc dân

TÁC ĐỘNG CỦA ĐIỀU CHỈNH DANH MỤC QUỸ ĐẦU TƯ NƯỚC NGOÀI TỚI THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

TS. Đặng Anh Tuấn *

tài chính quốc tế. Các quỹ đầu tư nước ngoài lựa chọn các cơ hội đầu tư hiệu quả và phân tán rủi ro đầu tư tại các thị trường tài chính tiềm năng của các nước.

Các quỹ đầu tư nước ngoài ngày càng được ưa chuộng nhờ các lợi thế về công nghệ, công cụ tài chính và kỹ năng quản lý. Với những lợi thế này, quỹ đầu tư nước ngoài không chỉ tạo ra nguồn vốn mới cho thị trường tài chính của một quốc gia, mà còn là nhân tố kích thích sự phát triển của thị trường tài chính đó.

Nghiên cứu của Bany Ariffin A. Noordin (2004, 2006) trên thị trường chứng khoán Kuala Lumpur đã chỉ ra rằng, công bố giao dịch của các quỹ đầu tư nước ngoài có tác động có nghĩa và tích cực tới lợi nhuận bất thường của các cổ phiếu được lựa chọn, và do đó có tác động tích cực tới sự vận động của thị trường chứng khoán của các nước đang phát triển. [1,2]

Tại Việt Nam, thị trường chứng khoán ra đời từ năm 2000 với hai Sở giao dịch Chứng khoán là Sở giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSX) và Sở giao dịch Chứng khoán Hà Nội (HNX). Với gần 20 năm hoạt động, đến nay, số lượng cổ phiếu niêm yết trên thị trường đã lên tới 1015 công ty. Nhà đầu tư trên thị trường được chia thành: (1) nhà đầu tư cá nhân trong nước; (2) nhà đầu tư cá nhân nước ngoài; (3) Tổ chức đầu tư

trong nước; và (4) Tổ chức đầu tư nước ngoài và các quỹ đầu tư nước ngoài.

Với chính sách hội nhập và phát triển kinh tế, quỹ đầu tư nước ngoài đã xuất hiện trên thị trường Việt Nam từ những năm 1990. Mặc dù giá trị đầu tư tại Việt Nam còn khá nhỏ khi so sánh với các nước trong khu vực, quỹ đầu tư nước ngoài đã gây được nhiều sự chú ý do khả năng tài chính dồi dào và cơ chế năng động trong tiếp cận thị trường [3]. Kết quả nghiên cứu từ thị trường chứng khoán đang phát triển trên thế giới cho thấy nhóm tổ chức đầu tư nước ngoài được đánh giá là có tác động có nghĩa tới sự vận hành của thị trường.

Động thái của các quỹ đầu tư nước ngoài này được các nhà đầu tư trên thị trường, đặc biệt là các nhà đầu tư trong nước quan tâm từ năm 2011. Yếu tố tác động tới thị trường chính là tính minh bạch về thông tin quỹ, thể hiện thông qua thông tin công bố từ chu kỳ rà soát danh mục quỹ, và các dự báo về động thái của quỹ từ các nhà đầu tư trong nước. Thực tế cho thấy, vào tuần cuối cùng điều chỉnh quỹ của các quỹ này, khối lượng giao dịch tăng mạnh trên cả hai Sở Giao dịch HSX và HNX. [5]

Để hiểu rõ vai trò của quỹ đầu tư nước ngoài trên thị trường chứng khoán Việt Nam, nghiên cứu này được thực hiện nhằm



Quý đầu tư nước ngoài không chỉ tạo ra nguồn vốn mới cho thị trường tài chính một quốc gia mà còn là nhân tố kích thích sự phát triển của thị trường tài chính đó

đánh giá xu hướng và mức độ tác động của hoạt động đầu tư từ các quỹ đầu tư nước ngoài tới thị trường chứng khoán Việt Nam thông qua sự biến động thị giá của cổ phiếu trên thị trường chứng khoán khi xuất hiện các hành vi đầu tư của quỹ đầu tư nước ngoài.

2. Quỹ đầu tư nước ngoài ETF FTSE

ETF là tên viết tắt của cụm từ “Exchange Traded Fund”, là một quỹ đầu tư chủ yếu được quản lý thụ động bằng cách mô phỏng theo biến động của một chỉ số chứng khoán, ETF được niêm yết và giao dịch trên Sở Giao dịch Chứng khoán tương tự như cổ phiếu.

Quỹ ETF đầu tiên xuất hiện tại Mỹ vào tháng 01/1993 với sản phẩm SPDR (S&P 500 Depository Receipt) mô phỏng theo chỉ số S&P 500. Tại thị trường Châu Á, sản phẩm ETF đầu tiên được giới thiệu ở Hong Kong vào năm 1999, sau đó các định chế tài chính lớn đã liên tục cho ra nhiều sản phẩm ETF và nhanh chóng có mặt ở nhiều nước trên thế giới. Trải qua hơn hai thập kỷ, sản phẩm ETF trên toàn thế giới đã có sự tăng trưởng vượt bậc về số lượng ETF niêm yết cũng như giá trị tài sản được quản lý của Quỹ.

Tính đến thời điểm hiện tại, có 4 quỹ ETF nước ngoài đầu tư vào cổ phiếu Việt Nam (DB X- Tracker FTSE Vietnam UCITs ETF, Market vector Vietnam ETF, MSCI Frontier Markets index ETF, Ishares MSCI Frontier 100 index fund). Trong đó, 2 quỹ lớn đang ảnh hưởng đến diễn biến thị trường chứng khoán Việt Nam đó là DB X- Tracker FTSE Vietnam UCITs ETF và Market vector Vietnam ETF.

FTSE Vietnam Index ETF là quỹ đầu tư chỉ số đầu tiên tại Việt Nam được Deutsche Bank AG thành lập vào ngày 15/01/2008 với số vốn ban đầu là 5,1 triệu USD. Quỹ ETF này mô phỏng FTSE Vietnam Index, một trong hai chỉ số do FTSE Group xây dựng từ ngày 26/04/2007.

Cụ thể, FTSE Group đã xây dựng hai chỉ số chứng khoán đối với thị trường Việt Nam thuộc FTSE Vietnam Index Series. Chỉ số thứ nhất là FTSE Vietnam All-Share Index, gồm các cổ phiếu chiếm đến 90% giá trị vốn hóa thị trường (trước khi điều chỉnh trọng số đầu tư). Chỉ số thứ hai là FTSE Vietnam Index, có thể dùng để đầu tư, gồm các chứng khoán thuộc FTSE Vietnam All-Share Index và còn room nước ngoài.

Cơ chế quản lý của quỹ FTSE

Việt Nam là điều chỉnh danh mục để lập danh mục đầu tư mục tiêu. Theo đó, việc đảo danh mục của FTSE Việt Nam được thực hiện định kỳ. Việc đảo danh mục của FTSE Vietnam Index không phụ thuộc vào các yếu tố cơ bản của doanh nghiệp mà dựa trên vốn hóa, thanh khoản của cổ phiếu và room còn lại cho nhà đầu tư nước ngoài. Theo đó, một cổ phiếu sẽ bị loại khỏi danh mục nếu tỷ lệ NĐTNN có thể mua bán được giảm xuống dưới 2%.

Thời gian điều chỉnh danh mục chỉ số là định kỳ hàng quý, trong đó, ngày công bố điều chỉnh danh mục là ngày Thứ Sáu đầu tiên của tháng cuối quý (tháng 3, 6, 9, và 12); thời gian thực hiện điều chỉnh danh mục là từ ngày công bố tới ngày Thứ Sáu thứ ba của tháng cuối quý (tháng 3, 6, 9, và 12). Ngày có hiệu lực là ngày Thứ Hai của tuần tiếp theo của ngày công bố điều chỉnh.

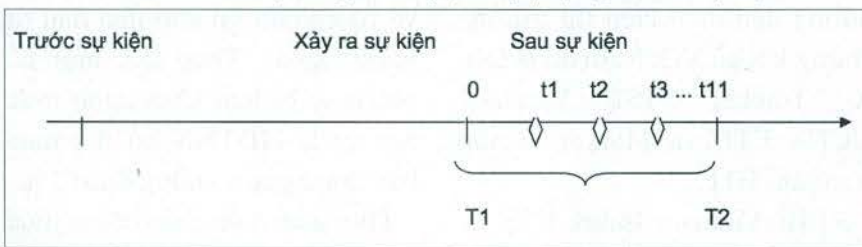
3. Phương pháp nghiên cứu

Như mục tiêu nghiên cứu đã nêu ở trên, nghiên cứu này được thực hiện để đánh giá tác động của hoạt động đầu tư của quỹ đầu tư ngoại tới thị trường chứng khoán Việt Nam, do đó, đối tượng, phạm vi, phương pháp thu thập và xử lý dữ liệu nghiên cứu được trình bày cụ thể trong phương pháp nghiên cứu.

Bảng 1: Thông tin công bố điều chỉnh danh mục đầu tư của Quỹ FTSE Việt Nam

Quý	Quý 1 - 2016		Quý 4 - 2015		Quý 3 - 2015		Quý 2 - 2015		Quý 1 - 2015	
Ngày	4/3/2016		4/12/2015		4/9/2015		5/6/2015		3/3/2015	
Chỉ số	Bổ sung	Loại bỏ	Bổ sung	Loại bỏ	Bổ sung	Loại bỏ	Bổ sung	Loại bỏ	Bổ sung	Loại bỏ
FTSE VN Index	HNG ASM PGD HHS HQC		NT2 SBT BHS		BID PDR TTF		STB	PPC		HSG CSM OGC
FTSE VN All-share Index	MBB ASM DRC HQC	VSH VHC	HNG NT2 CTD NCT SBT VSC PGD BHS TSC SKG	HT1 SJC	BID DCM BMP TTF HHS	DRC JVC	PDR	OGC	EIB MWG	

Hình 1: Trình tự thời gian trong phương pháp nghiên cứu sự kiện



cứ như sau:

3.1. Sự kiện nghiên cứu

Quỹ FTSE Việt Nam thực hiện điều chỉnh danh mục trên hai chỉ số FTSE Việt Nam Index và chỉ số FTSE cho toàn bộ cổ phiếu đầu tư tại Việt Nam. Thông tin hiệu chỉnh bao gồm loại cổ phiếu được đưa ra khỏi danh mục và loại cổ phiếu được bổ sung vào danh mục. Trong thời gian từ năm 2015 đến quý 1 của năm 2016, quỹ đầu tư FTSE Việt Nam đã thực hiện 5 lần công bố hoạt động đầu tư và điều chỉnh danh mục đầu tư của trong năm 2015 và quý 1 năm 2016, cụ thể được trình bày trong Bảng 1

3.2. Thị giá cổ phiếu và đo lường biến động của thị giá cổ phiếu

Để làm rõ hơn tác động thời

điểm của công bố báo cáo rà soát quỹ ETF FTSE đến biến động thị giá của cổ phiếu, nghiên cứu thực hiện phương pháp nghiên cứu sự kiện. [4]

Có hai mốc đánh giá biến động được áp dụng đó là thời điểm công bố báo cáo rà soát và quyết định điều chỉnh danh mục đầu tư của quỹ và thời điểm kết thúc việc thực hiện điều chỉnh quỹ hay là ngày giao dịch liền trước ngày có hiệu lực của quỹ sau điều chỉnh. Thời gian giữa hai mốc đánh giá là 10 ngày giao dịch để điều chỉnh quỹ đầu tư.

Sự biến thiên của thị giá được xác định thông qua chỉ tiêu suất sinh lời bất thường AR và giá trị cộng dồn của AR bình quân của các cổ phiếu trong kỳ quan sát (CAR). Để ước lượng AR và CAR, có hai khoảng

thời gian được xác định trong phương pháp nghiên cứu “cửa sổ sự kiện”. Khoảng thời gian từ (T0:T1) được gọi là cửa sổ ước lượng, là quãng thời gian có số liệu dùng để ước lượng các tham số của mô hình thị trường trong công thức (1.5). Do quá trình điều chỉnh danh mục là 11 ngày kể từ ngày công bố điều chỉnh danh mục, nghiên cứu sẽ đánh giá biến động thị giá của cổ phiếu trong 11 ngày vào “cửa sổ sự kiện”.

Khoảng thời gian từ (T1:T2) được gọi là cửa sổ sự kiện trong đó thời điểm 0 là thời điểm sự kiện xảy ra. Độ dài của cửa sổ này kéo dài từ 1 đến 11 ngày. Thứ tự về thời gian được sử dụng trong phương pháp này được thể hiện trong Hình 1:

Các bước thực hiện đo lường chỉ tiêu này như sau:

Bước 1: Xác định mức lợi nhuận ngày của các công ty niêm yết và của chỉ số thị trường (VNINDEX và HNINDEX) trong thời kỳ nghiên cứu. Mức lợi nhuận được tính dựa trên giá đóng cửa phiên 3 của Sở giao dịch TP Hồ Chí Minh và giá giao dịch bình quân của Sở Giao dịch Hà Nội.

Tỷ suất lợi nhuận của cổ phiếu i:

$$R_t = \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1} + C}{P_{i,t-1}} \quad (1.1)$$

Trong đó, với Ri là mức lợi nhuận của chứng khoán trong ngày t, Pit, Pit-1 là giá chứng khoán trong ngày t và t-1, C là cổ tức bằng tiền mà chứng khoán đem lại trong thời gian đo lường.

Tỷ suất lợi nhuận của thị trường:

$$R_m = \frac{Index_t - Index_{t-1}}{Index_{t-1}} \quad (1.2)$$

Trong đó, với R_m là mức lợi nhuận của thị trường trong ngày t , $Index_t$, $Index_{t-1}$ là chỉ số thị trường trong ngày t và $t-1$. Tính toán được thực hiện độc lập cho hai chỉ số thị trường trên hai sở giao dịch.

Bước 2: Xác định mức lợi nhuận bất thường và mức lợi nhuận bất thường bình quân, và phương sai của mức lợi nhuận không bình thường của từng cổ phiếu trong mười (10) ngày của “cửa sổ sự kiện”

Mức lợi nhuận bất thường được xác định bằng công thức:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - E(R_{i,t}|X_t) \quad (1.3)$$

Trong đó, $AR_{i,t}$, $R_{i,t}$, và $E(R_{i,t}|X_t)$ lần lượt là lợi nhuận bất thường, lợi nhuận thực tế, và lợi nhuận kỳ vọng của chứng khoán i trong ngày t . X_t là thông tin về sự kiện liên quan tới giá chứng khoán đang nghiên cứu.

Lợi nhuận kỳ vọng của chứng khoán i trong ngày t được xác định theo mô hình thị trường sau đây:

$$R_{i,t} = a_i + b_i R_{m,t} + e_{i,t} \quad (1.4)$$

Với: $R_{i,t}$ và $R_{m,t}$ là lợi nhuận của chứng khoán i và của chỉ số thị trường trong ngày t . a_i , b_i , $e_{i,t}$ là các tham số của mô hình thị trường, được xác định dựa bằng phương pháp hồi qui. Thời gian hồi qui là từ 60 ngày giao dịch.

Như vậy, theo mô hình thị trường, lợi nhuận bất thường được xác định là:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - a_i - b_i R_{m,t} \quad (1.5)$$

Bước 3: Sử dụng kiểm định t -test để kiểm định giả thuyết rằng giá trị AR có giá trị khác không (0) trong thời kỳ $T+11$, hay nói cách là tồn tại suất sinh

Bảng 2: Lợi nhuận bất thường trung bình và lợi nhuận bất thường cộng dồn

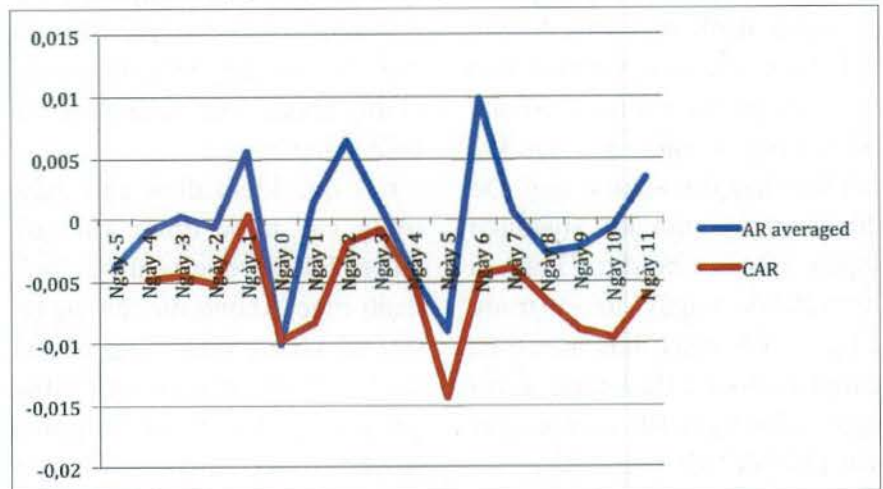
Ngày nghiên cứu	AR bình quân	CAR	Giá trị thống kê	p value
11	0.003481704	-0.006067154	1.368	0.178
10	-0.000647218	-0.009548858	-0.264	0.793
9	-0.002289537	-0.008901639	-0.702	0.486
8	-0.002712661	-0.006612103	-0.757	0.453
7	0.000543613	-0.003899441	0.089	0.930
6	0.009837476	-0.004443054	2.639	0.011*
5	-0.008941178	-0.01428053	-0.1903	0.064
4	-0.004478908	-0.005339352	-1.108	0.274
3	0.000996900	-0.000860444	0.241	0.811
2	0.006447881	-0.001857344	2.038	0.048*
1	0.001426417	-0.008305225	0.378	0.707
0	-0.010063067	-0.009731642	-2.901	0.006**
-1	0.005553120	0.000331425	1.961	0.056*
-2	-0.000681172	-0.005221695	-0.172	0.865
-3	0.000281560	-0.004540523	0.086	0.932
-4	-0.000947269	-0.004822083	-0.256	0.799
-5	-0.003874814		-1.033	0.307

Ghi chú:

** : kiểm định có nghĩa với độ tin cậy trên 99%

* : kiểm định có nghĩa với độ tin cậy trên 95%

Hình 2: Giá trị lợi nhuận bất thường và lợi nhuận bất thường cộng dồn



lợi bất thường khi xảy ra việc công bố nhóm thông tin nghiên cứu.

Bước 4: Xác định CAR và phương sai của CAR của các ngày giao dịch trong cửa sổ sự kiện cho các cổ phiếu nghiên cứu:

$$CAR_t = \sum_{i=-5}^t AR_t \quad (1.6)$$

4. Kết quả kiểm định

4.1. Biến động của thị giá cổ phiếu khi có công bố điều chỉnh

Trong thời gian nghiên cứu, với 5 lần công bố điều chỉnh, quỹ đầu tư FTSE đã thực hiện điều chỉnh với 45 lượt cổ phiếu. Tác động của công bố được kiểm định từ ngày bắt đầu công bố (ngày 0) đến ngày thứ 10, do quỹ thực hiện đầu tư điều chỉnh trong 2 tuần kế tiếp, tương đương với 10 ngày giao dịch. Đồng thời, để nghiên cứu sự khác biệt giữa biến động thị giá cổ phiếu trước và sau khi xảy ra việc điều chỉnh của quỹ FTSE, đồng thời xem xét tác động của việc các tổ chức tư vấn đầu tư trong nước đưa ra các dự báo về mã cổ phiếu sẽ

Bảng 3: Lợi nhuận bất thường và lợi nhuận bất thường của các nhóm cổ phiếu

Ngày nghiên cứu	Cổ phiếu bổ sung vào danh mục		Cổ phiếu loại khỏi danh mục	
	AR bình quân	CAR	AR bình quân	CAR
11	0.003425884	0.001540131	0.003654239	-0.029580581
10	-0.000694784	-0.001885752	-0.000500195	-0.033234819
9	-0.000442308	-0.001190968	-0.007999151	-0.032734624
8	-0.004607656	-0.00074866	0.003144596*	-0.024735473
7	-0.004747611	0.003858997	0.016898303	-0.027880069
6	0.011200537**	0.008606607	0.005624379	-0.044778371
5	-0.013582656**	-0.00259393	0.005405209	-0.05040275
4	0.000380238	0.010988726	-0.019498089	-0.055807959
3	0.00343583	0.010608488	-0.00654161	-0.03630987
2	0.00493069	0.007172658	0.01113738	-0.02976826
1	0.00280447	0.002241968	-0.002833021	-0.04090564
0	-0.011156394**	-0.000562502	-0.006683692	-0.038072619
-1	0.007215422**	0.010593891	0.000415095	-0.031388927
-2	0.001002839	0.00337847	-0.005886294	-0.031804022
-3	0.003463218	0.002375631	-0.009552657	-0.025917728
-4	0.000307164	-0.001087587	-0.004824609	-0.016365071
-5	-0.001394751		-0.011540462	

Ghi chú:

** : kiểm định có nghĩa với độ tin cậy trên 99%

* : kiểm định có nghĩa với độ tin cậy trên 95%

được xem xét bổ sung hay đưa ra ngoài danh mục của FTSE, nghiên cứu bổ sung xem xét biến động thị giá trước 1 tuần có công bố của quỹ và một ngày sau khi hết thời hạn điều chỉnh quỹ. Do đó, các ngày trước khi xuất hiện thông tin công bố được mã hoá từ -5 (trước 5 ngày) tới -1 (trước 1 ngày); các ngày thực hiện điều chỉnh danh mục theo công bố (từ ngày 1 đến ngày 10) và một ngày sau khi hết hiệu lực điều chỉnh

của danh mục là ngày thứ 11. Lợi nhuận bất thường AR của các cổ phiếu này trên thị trường chứng khoán Việt Nam được thể hiện trong bảng 2.

Kết quả kiểm định cho thấy, trong các ngày trước khi quỹ đầu tư FTSE công bố điều chỉnh danh mục, không đủ căn cứ tin cậy để khẳng định rằng có tồn tại lợi nhuận bất thường trong giá giao dịch của các cổ phiếu là đối tượng điều chỉnh của

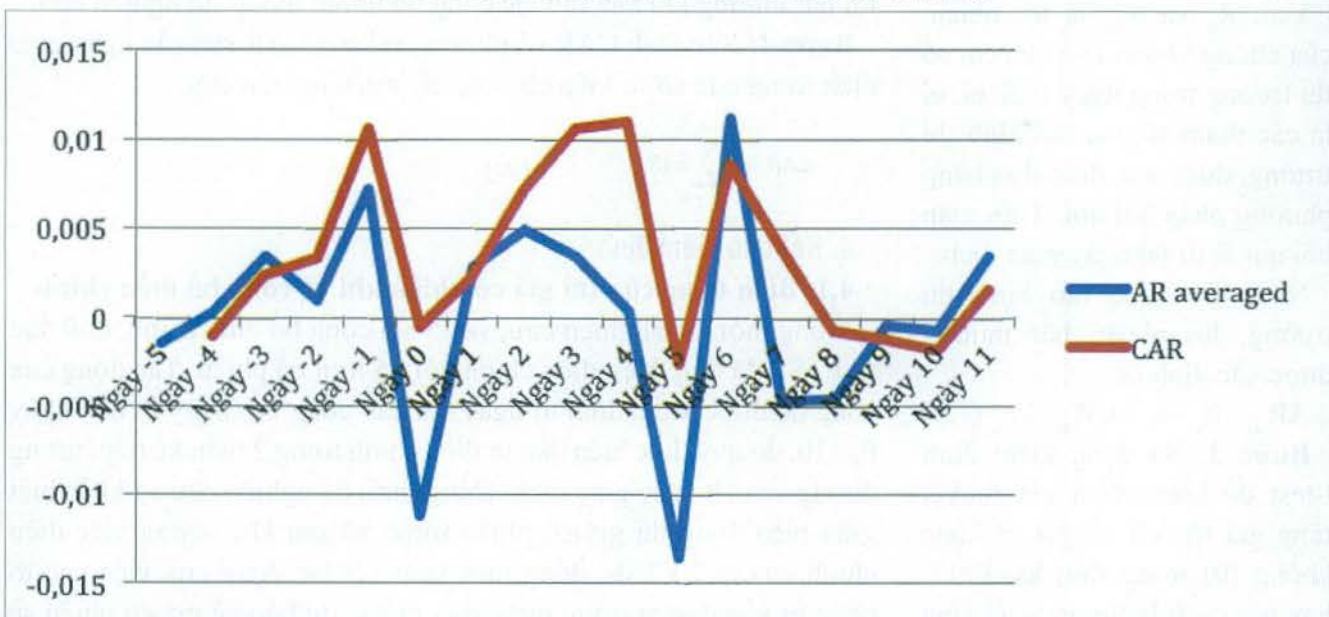
danh mục.

Tuy nhiên, trong ngày công bố thông tin, mặc dù chưa phải là ngày có hiệu lực để thực hiện giao dịch điều chỉnh danh mục, nhưng thị trường chứng khoán Việt Nam đã có sự chuyển dịch có nghĩa và sụt giảm nhẹ do giá trị của lợi nhuận bất thường mang dấu âm. Khi ngày công bố điều chỉnh có hiệu lực, tức là bắt đầu từ ngày 1 tới ngày thứ 11 của chuỗi thời gian nghiên cứu, thị trường bắt đầu dịch chuyển với xu hướng tích cực và tăng nhẹ, đặc biệt là vào những ngày đầu tuần. Giá trị bình quân mang dấu dương và giá trị p nhỏ hơn 5% trong bảng đã khẳng định rằng kết luận trên là có độ tin cậy trên 95%. Hình 2

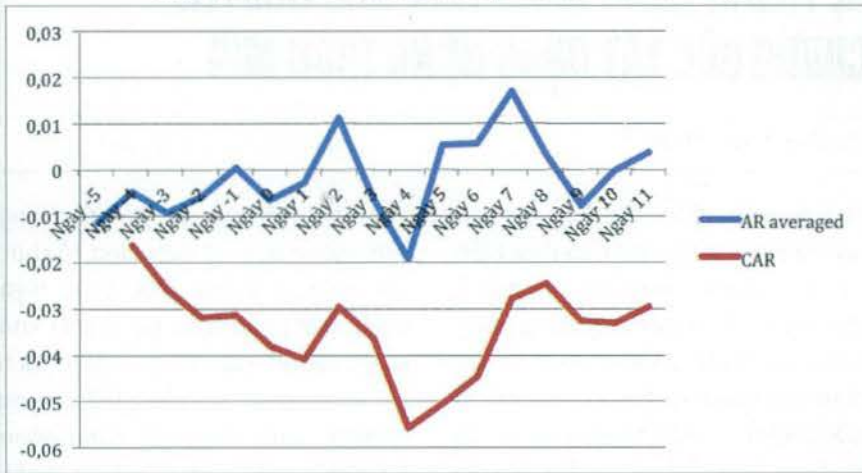
4.2. Phân tích biến động của thị giá cổ phiếu theo nhóm

Để hiểu rõ hơn phản ứng của thị trường của các cổ phiếu là đối tượng điều chỉnh của danh mục, nghiên cứu phân tích biến động riêng lẻ của hai nhóm cổ phiếu: (1) nhóm cổ phiếu bổ sung vào danh mục và (2) nhóm cổ phiếu loại khỏi danh mục.

Hình 3: AR và CAR của nhóm cổ phiếu bổ sung vào danh mục



Hình 4: AR và CAR của nhóm cổ phiếu loại khỏi danh mục



Biến động của thị giá cổ phiếu thuộc hai nhóm được trình bày trong bảng 3.

Kết quả kiểm định trên bảng cho thấy, việc công bố nhóm cổ phiếu bổ sung của quỹ FTSE có tác động có nghĩa tới thị giá của cổ phiếu này trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Tổng mức biến động hay tổng lợi nhuận bất thường của thị giá cổ phiếu thuộc nhóm này trong suốt quá trình điều chỉnh mang dấu dương, hay thị trường phản ứng tích cực trước thông tin quỹ đầu tư FTSE quyết định đầu tư vào loại cổ phiếu này. Đặc biệt trong ngày công bố thông tin về bổ sung cổ phiếu vào danh mục, và một ngày trước đó, thị trường đã có sự vận động có nghĩa. Đồng thời trong ngày cuối tuần thứ nhất và đầu tuần thứ 2 của 2 tuần hiệu lực giao dịch điều chỉnh quỹ, thị giá cổ phiếu thuộc nhóm bổ sung đã có dấu hiệu tăng.

Đối với các cổ phiếu thuộc nhóm bị loại khỏi danh mục đầu tư của quỹ FTSE, không đủ căn cứ để khẳng định rằng, việc công bố tên các cổ phiếu này có tác động có nghĩa tới sự biến động thị giá của nó trên thị trường chứng khoán. Hiểu theo một cách khác đó là các nhà đầu

tư trên thị trường đã dự báo được khả năng bị loại bỏ của các cổ phiếu này, và do đó, đã tự điều chỉnh hành vi đầu tư từ trước khi có công bố. thị giá của các cổ phiếu này có xu hướng giảm. Điều này cũng thể hiện rõ trong giá trị tổng lợi nhuận bất thường trong kỳ giao dịch điều chỉnh có giá trị âm. (Hình 3-4)

3. Kết luận

Nghiên cứu đã mô tả phản ứng của thị trường chứng khoán Việt Nam trước thông tin công bố về điều chỉnh danh mục đầu tư của quỹ đầu tư nước ngoài FTSE tại Việt Nam. Với khoảng thời gian nghiên cứu là 5 quý lên tiếp từ năm 2015 tới đầu năm 2016, và những dữ liệu thực chứng về thị giá cổ phiếu, nghiên cứu đã phân tích phản ứng của thị trường thông qua chỉ tiêu lợi nhuận bất thường của cổ phiếu thuộc đối tượng điều chỉnh (loại trừ hoặc bổ sung) trong danh mục đầu tư của quỹ. Kết quả nghiên cứu tổng hợp cho thấy thị trường có phản ứng trước thông tin công bố, hay hoạt động đầu tư của nhà đầu tư nước ngoài có tác động có nghĩa tới sự vận động của thị trường chứng khoán Việt Nam.

Tuy nhiên, do việc điều chỉnh

danh mục đầu tư bao gồm đồng thời hoạt động loại bỏ cổ phiếu không thoả mãn và bổ sung các cổ phiếu thoả mãn mục tiêu và chính sách đầu tư của quỹ, do đó, nghiên cứu đã xem xét riêng rẽ tác động của hoạt động bổ sung và loại bỏ cổ phiếu trong danh mục đầu tư của quỹ FTSE. Kết quả thực chứng cho thấy, công bố về bổ sung cổ phiếu vào danh mục đã tác động tích cực và có nghĩa tới thị giá cổ phiếu. Ngược lại, những công bố về loại bỏ cổ phiếu khỏi danh mục đã có tác động tiêu cực tới thị giá cổ phiếu.

Khi đánh giá chi tiết xu hướng biến động của thị giá của cổ phiếu được bổ sung vào danh mục đầu tư của quỹ hay của cổ phiếu bị loại khỏi danh mục, thì trong thời gian quỹ giao dịch để đạt mục tiêu điều chỉnh danh mục, sự biến động này không nhất quán mà thay đổi xu thế liên tục. Tuy nhiên, có tính chu kỳ trong khoảng t+4. Điều này hoàn toàn phù hợp với đặc điểm giao dịch ngắn hạn và theo xu hướng của thị trường chứng khoán Việt Nam. ■

TÀI LIỆU THAM KHẢO:

1. Bany Ariffin, D. Agus Harjito, 2004, "Market reaction to international investment announcements of Malaysian firms: illusion or reality", JSM No.9, Vol.1, June 2004
2. Bany Ariffin, Amin Noordin, Fauzias Mat Nor, 2006, "Wealth Effect of International Investment announcement: Evidence from Developing market", Asian Academy of Management Journal, Vol.11, No.1, January 2006
3. Đặng Đức Sơn, 2009, "Các quỹ đầu tư nước ngoài trong nền kinh tế chuyển đổi của Việt Nam - Cơ hội phát triển và những rủi ro tiềm tàng", Tạp chí Khoa học Đại học Quốc gia Hà Nội, Kinh tế và Kinh doanh 26 (2010), trang 37-42.
4. Đặng Anh Tuấn, Luận án Tiến sỹ, 2010, Đại học Kinh tế Quốc Dân.
5. Đỗ Phương Huyền, 2014, "ETF và những tác động tới thị trường chứng khoán Việt Nam", Tạp chí Tài chính, 27/03/2014.
6. Trang thông tin điện tử: www.hsx.vn; www.hnx.vn; www.vietstocks.vn, và trang thông tin điện tử của các công ty niêm yết.